

交通运输行业周报（20190401-20190407）

民航发展基金减半利好航企，六大利好兑现其一，波音事件逻辑强化，持续推荐航空板块

推荐（维持）

- **行业事件：**1) 4月3日国常会确定将民航发展基金征收标准降低一半，为航空公司切实减负。2018年为例，南航缴纳民航发展基金29.4亿，东航22.35亿，占利润总额分别为65%及58%，因此降低50%，南航将减少年化成本14.7亿，东航11.2亿、国航预计12亿左右，利润增厚8-10亿左右。2017年春秋与吉祥分别缴纳3.15及2.92亿元，占利润总额约20%左右，同样受益。**减税降费进行时：为企业实际减负，推动活力释放，除民航发展基金外，未来成本端仍有改善潜力。**2) **波音暂时削减737MAX产能。**埃航初步调查结果显示机组人员无过错，建议波音重新检查飞机控制系统。**波音宣布全力应对软件升级，并同时削减737MAX产能由52架/月至42架/月。**波音此举或将强化行业供给年内超预期收缩逻辑。
- **六大利好兑现其一，持续推荐航空投资机会。**月初我们深度报告《利好在堆积，股价仍滞涨》中分析六大利好在堆积，民航发展基金为其中之一，现已落地。其余利好仍在持续发酵，包括**1) 2018年的极端油汇已经转为相对友好。**边际思维看油汇带来利润增厚：国航53（油25+汇28）、东航44（油20+汇24）、南航48（油26+汇22）亿元。（不考虑经营租赁进表导致汇率弹性放大）**2) 本轮行情的助攻或来自于波音事件。**存量96架停飞（占比2.6%），2019年预计行业引进140-150架该机型（占引进比重35-40%，占行业机队规模的4%），假设年内难以引进，则我们预计2019年运力影响或为3.6-5.4%，即（存量2-3%）+增量4%（依靠周转提升弥补1.6-2.4%）。淡季或不明显（0.5%-1%缺口），旺季将释放弹性。历史弹性看：以国航为例，仅2007年与2010年供需差在接近4%或以上，其推动的座收同比在供需差两倍水平。**3) 客运价格市场化提升公司盈利能力。**以国航为例，提价航线57条带来下半年增收11亿元左右，相当于国内收入的2.7%，贡献边际利润8亿元左右，占下半年利润的22%。**4) 超级承运人+超级枢纽机场格局的深化演绎强化价格策略。**以东航为例：2018年枢纽市场集中度进一步提升：上海两场、北京两场、昆明份额同比提升0.6pt、0.4pt、0.8pt，上海浦东、上海虹桥、北京首都、昆明座收提升分别为4.2%、8.2%、6.2%、4.8%。尤其上海虹桥座公里收益上半年提升4.3%，全年提升达到8.2%。**5) 辅助收入或松绑，释放盈利能力。**以海外达美航空为例，剔除炼油厂业务，辅收占比10.4%达42.84亿美元，相当于人均150元，我国三大航辅收占比2%左右，人均贡献20元。**回顾历史三轮牛市，我们认为股价仍滞涨。**PB角度：当前大航中枢1.8倍PB，第一目标提升至17年结构性行情时的2.5倍PB，最终目标3倍以上；考虑民航发展基金降低后，当前大航平均12倍PE，第一目标15倍PE，最终目标20倍PE之上。
- **一周市场回顾：多主题起舞，交运板块周涨幅8.5%。**行业表现：本周交运指数上涨8.5%，跑赢沪深300指数3.6个百分点。子行业中，航运（16%）、航空（13%）、物流（11%）涨幅前三。受中美贸易谈判进展影响，航运板块大幅上行，叠加上海自贸扩容，长三角一体化+一带一路主题，上海本地股、物流、港口相关标的亦大幅上涨。**航运指数：**油运依旧盈亏线下运营。**干散货：**BDI周上涨3.2%至711点，较年初下跌45%。
- **风险提示：**油价大幅上升，人民币大幅贬值，经济大幅下滑。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
东方航空	8.24	0.19	0.59	0.71	43.37	13.97	11.61	1.99	强推
南方航空	9.65	0.24	0.73	0.93	40.21	13.22	10.38	1.79	强推
中国国航	11.89	0.51	0.85	0.97	23.31	13.99	12.26	1.80	强推
中通快递	25.92	1.34	1.52	1.77	19.34	17.05	14.64	5.88	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2019年04月04日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552

邮箱：liuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518050001

联系人：肖祎

电话：021-20572553

邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

联系人：王凯

电话：021-20572538

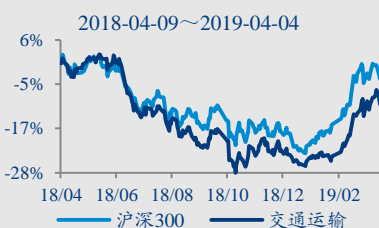
邮箱：wangkai@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	113	3.14
总市值(亿元)	26,693.87	4.07
流通市值(亿元)	17,960.12	3.77

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现		14.0	21.49	11.68
相对表现		7.55	3.36	6.31



相关研究报告

《交通运输行业月报（201902）：2月强化“超跌+预期修复”逻辑，展望3月：低估+MSCI或催化龙头长期价值回归》

2019-03-03

《交通运输行业周报（20190304-20190310）：市场调整后更加关注低估值+长期价值回归标的，持续推荐航空机场快递》

2019-03-10

《交通运输行业周报（0318-0324）：减税降费+刺激消费，继续推荐航空、机场、快递》

2019-03-24

目录

一、行业观点.....	4
(一) 航空行业事件: 民航发展基金减半为航企成本减负, 波音事件逻辑或迎强化。	4
(二) 六大利好兑现其一, 强化其一, 持续推荐板块投资机会	8
1、外部环境评估: 油汇由极端损害转向相对友好	8
2、客运价格市场化推进提升公司盈利水平	9
3、超级承运人+超级枢纽机场格局的深化演绎将持续推动盈利能力提升	10
4、潜在利好: 辅助收入或实现松绑	12
二、一周市场回顾: 多主题起舞, 交运板块周涨幅 8.5%.....	12

图表目录

图表 1	窄体机与宽体机执飞一次缴纳的发展基金金额	4
图表 2	民航发展基金占利润总额比重	5
图表 3	民航发展基金占利润总额比重（吉祥、春秋为 17 年数据）	5
图表 4	国内存量 737MAX 分布	6
图表 5	我国待交付 737MAX 系列订单	6
图表 6	运力影响预计（假设新订单延期交付）	7
图表 7	Q3 利润弹性	7
图表 8	全年利润弹性测算	7
图表 9	国航扣油座收与供需差	8
图表 10	国航扣油座收与供需差	8
图表 11	油汇边际贡献测算	9
图表 12	中国上市航企份额	10
图表 13	美国四大航份额占比	10
图表 14	我国三大航客公里收益水平（元）	10
图表 15	美国四大航座英里收益变化（干线口径，美分）	10
图表 16	亚特兰大机场各航司份额	11
图表 17	达拉斯机场各航司份额	11
图表 18	东方航空国内枢纽表现 2018 年	11
图表 19	东方航空国内枢纽表现 18H1	11
图表 20	达美辅助收入	12
图表 21	交运行业周涨跌幅	13

一、行业观点

(一) 航空行业事件：民航发展基金减半为航企成本减负，波音事件逻辑或迎强化。

1、4月3日国常会确定将民航发展基金征收标准降低一半，为航空公司切实减负。2018年为例，南航缴纳民航发展基金29.4亿，东航22.35亿，占利润总额分别为65%及58%，因此降低50%，南航将减少年化成本14.7亿，东航11.2亿、国航预计12亿左右，利润增厚8-10亿左右。2017年春秋与吉祥分别缴纳3.15及2.92亿元，占利润总额约20%左右，同样受益。**减税降费进行时：为企业实际减负，推动活力释放，除民航发展基金外，未来成本端仍有改善潜力。**

民航发展基金（航空公司缴纳部分）收费标准：我们简化测算，缴纳民航发展基金相当于行业1.5-2.2%的收入比例
 民航基金征收标准按照航线类别、飞机最大起飞全重分别确定。

按照标准窄体机A320/B737重量70吨，国内平均航距1400公里计算，1-3类航线飞行一次分别需缴纳3220、2590以及2030元，假设平均票价1000元，相当于2-3张机票收入，对于165座位窄体机而言，占比1.2%-1.8%，考虑2018年行业平均客座率83%，可视为1.5%-2.2%的收入用于缴纳了民航发展基金。

对于宽体机A330/B777，250吨计重，按照1400公里测算，则飞行一次1-3类航线分别缴纳6400、5110及4060元。

图表 1 窄体机与宽体机执飞一次缴纳的发展基金金额

机型	重量（吨）	航距（公里）	第一类航线	第二类航线	第三类航线
窄体机	70	1400	3220	2590	2030
宽体机	250	1400	6440	5110	4060

资料来源：公司年报，华创证券

上市公司影响：近年来大航缴纳金额占利润总额的30%左右，小航占比15-20%

上市公司中，三大航中的南航、东航以及民营航空的春秋与吉祥披露缴纳发展基金情况

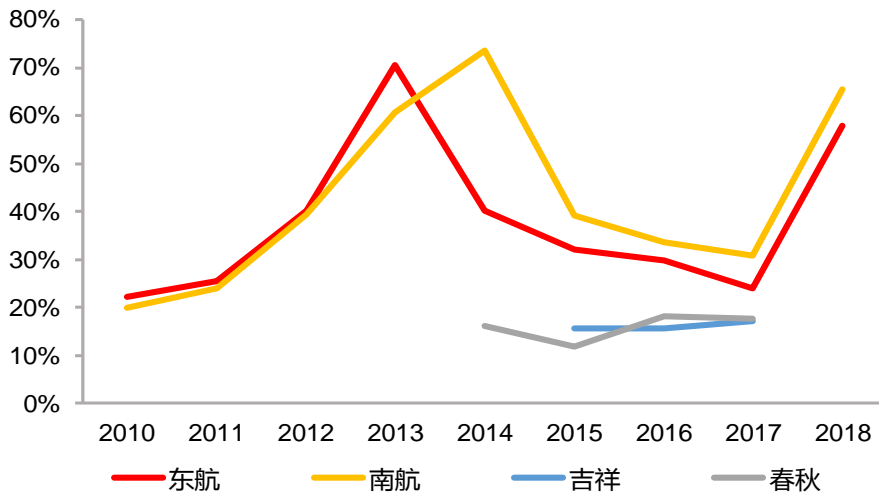
2017年南航缴纳民航发展基金27.2亿元，东航缴纳20.8亿元，南航占17年利润总额的30%，东航占比24%（扣除转让东航物流一次性收益后，实际占比亦接近30%），

而2018年南航缴纳民航发展基金29.4亿，东航22.35亿，占利润总额分别为65%及58%。

春秋与吉祥分别缴纳3.15及2.92亿元，春秋占比18%、吉祥占比17%。

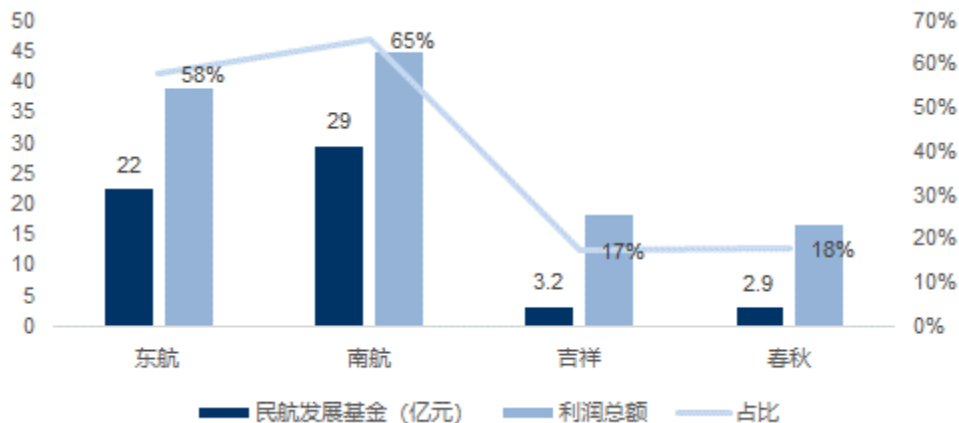
因此降低50%，南航将减少年化成本14.7亿，东航11.2亿、国航预计12亿左右，利润增厚8-10亿左右。2017年春秋与吉祥分别缴纳3.15及2.92亿元，占利润总额约20%左右，同样受益。

图表 2 民航发展基金占利润总额比重



资料来源: Wind, 华创证券

图表 3 民航发展基金占利润总额比重 (吉祥、春秋为 17 年数据)



资料来源: Wind, 华创证券

此外在减税降费方面,民航局表示对涉及企业收费标准偏高的、不利于减负增效的,都要降下来,未来可关注在空管收费、通航收费、航油销售等领域开展的价格收费专项检查。

2、波音暂时削减 737MAX 产能。埃航初步调查结果显示机组人员无过错,建议波音重新检查飞机控制系统。波音宣布全力应对软件升级,并同时削减 737MAX 产能由 52 架/月至 42 架/月。波音此举或将强化行业供给年内超预期收缩逻辑。

此前深度报告我们分析本轮行情最大助攻或来自于波音事件

订单分析: 737MAX 为波音未来最核心机型,其影响或使我国航空业供给降速。

1)波音首架 MAX 系列于 2017 年交付,当前 4636 架未交付,占波音总订单的 78.5%,更占据 737 窄体机系列的 98%,为波音最核心机型。

2)对我国存量影响: 目前 96 架占行业比重 2.6%,其中南航 34 架,国航 22 架,东航 14 架,占比分别为 4%、3.3%

及 2.2%。

3) 我国增量影响: 航空公司直接预定数量 104 架, 租赁公司订单 299 架, 假设租赁订单中国内航企占比 50-100%, 则实际待交付我国订单为 254-403 架, 相当于运力规模的 7-11%。

4) 从上市公司角度看, 三大航 2019 年计划引进 737MAX105 架, 占机队规模的 4.8%。

图表 4 国内存量 737MAX 分布

	上市航司	数量	机队规模	占比	上市公司并表总机队	占比
国航系	中国国航	15	403	3.7%	671	3.3%
	深圳航空	5	188	2.7%		
	昆明航空	2	26	7.7%		
	山东航空	7	124	5.6%		
南航系	南方航空	24	600	4.0%	844	4.0%
	厦门航空	10	167	6.0%		
东航系	东方航空	3	534	0.6%	681	2.2%
	上海航空	11	103	11.7%		
海航系	海南航空	11	245	4.5%	470	3.4%
	祥鹏航空	3	53	5.7%		
	福州航空	2	18	11.1%		
吉祥旗下	九元航空	1	18	5.6%	89	1.1%
	奥凯航空	2	31	6.5%		
	737-8MAX	96	全行业机队	3665	占比	2.6%

资料来源: 波音官网、华创证券

图表 5 我国待交付 737MAX 系列订单

待交付737MAX系列订单			
南航	34	中国发展银行下属国银租赁	77
东海	25	中银航空租赁有限公司	80
奥凯	9	渤海租赁旗下AVOLON	92
瑞丽	36	中国飞机租赁集团控股	50
航司737MAX合计	104	租赁公司737MAX订单合计	299
航企待交付订单合计	122	租赁公司待交付订单合计	320
737MAX占比	85%	737MAX占比	93%
假设租赁公司订单全部来自国内			
航企+租赁公司合计737MAX	403	737MAX相当于当前运力	11%
假设租赁公司订单50%来自国内			
航企+租赁公司合计737MAX	254	737MAX相当于当前运力	7%

资料来源: 波音网站、华创证券

航空公司引进 737 系列 (未注明具体型号) 计划看: 因目前波音 MAX 系列占 737 系列的 98%, 因此不妨假设均为 MAX 机型, 则

国航 2019-2020 年拟引进 34 及 31 架; 占引进计划的 52% 及 57%,

东航拟引进 11 及 24 架, 占引进计划的 20% 及 57%,

南航拟引进 45 及 51 架, 占引进计划的 39% 及 38%,

三大航 2019 年引进 737MAX 订单为 92 架, 占公司机队规模的 4%。

因此假设该机型在 2019 年的交付中存在延期等情形, 不考虑其他调整, 则对三大航的运力增速将减少 4 个百分点左右。

供需弹性分析：淡季或不明显，旺季将释放弹性。

1) 航空公司在淡季或可通过提升日利用率以弥补部分缺口，旺季则限于控总量难以做存量提升。假设 MAX 外窄飞机日利用小时提升 2-3%，可弥补 1.6-2.4%。**综合考虑(新订单难以交付)，我们预计 2019 年运力影响或为 3.6-5.4%，即(存量 2-3%)+增量 4%-(弥补 1.6-2.4%)。**

淡旺季分布看：在当前的 3-5 月淡季中，不考虑新引进延期，行业供需缺口或仅为 0.5%-1%之间，

一旦进入旺季暑运中，缺口将至少在 2-3%，而考虑新引进飞机 4%左右的降速，即便考虑利用率提升，缺口亦或进一步扩大至 5%左右。

从分布上而言，航空公司主力航线将尽可能得到保障，受益于价格市场化的稳步推进，而其他航线则因供给收缩(落实到此类航线，缺口将大于前述测算)

图表 6 运力影响预计(假设新订单延期交付)

	区间	
存量影响	2%	3%
增量影响	4%	4%
日利用小时提升	2.40%	1.60%
预计整体影响	3.60%	5.40%

资料来源：华创证券测算

2) 对 Q3 做弹性测算：

18Q3，国航、南航、东航单季度收入分别为 386、413 及 335 亿元，预计国内航线收入分别为 260、310 及 335 亿元，占比在 66-75%间。

a) 鉴于预计 19Q3 相较于 18Q3 三大航 TOP50 航线经济舱上限提价 20%，考虑实际提价 3%，其余航线座收提升在 2%-5% (供需缺口弹性)，则对三大航 Q3 单季度带来利润弹性 4-9 亿，从扣汇归属净利角度，对于国航来说，单季度弹性 10-15%，东航弹性 13-19%，南航弹性 19-28%。

b) 若考虑整体航线座收提升 3% (供需缺口 3%)，则带来三大航利润增厚单季度 5-9 亿，与前述测算类似。

图表 7 Q3 利润弹性

	Q3单季度收入	国内航线收入	国内航线收入占比	TOP50	50之外	50座收弹性3%	50+座收弹性2%	50+座收弹性5%	合计影响	18Q3扣汇净利	弹性		
国航	386	260.16	67%	156.1	104.1	3.5	1.6	3.9	5.07	7.41	49	10.4%	15.1%
南航	413	309.13	75%	185.5	123.7	4.2	1.9	4.6	6.03	8.81	32	18.8%	27.5%
东航	335	221.10	66%	132.7	88.4	3.0	1.3	3.3	4.31	6.30	34	12.7%	18.5%

资料来源：公司公告，华创证券测算

3) 全年测算：假设订单延期，保守角度我们预计全年仅 3%的供需缺口，则推动国内航线 3%的座收弹性，带来国航、东航、南航利润增厚 18、15 及 23 亿元，相当于 18 年预计利润的 27%、57%及 76%。考虑此部分增厚，2019 年利润水平或达 140、100 及 112 亿元，相当于 PE10 倍左右。

图表 8 全年利润弹性测算

	2018年利润(扣一次性收益)	国内航线收入	提升3%	利润增厚	相当于18年利润	2019年原预测	相当于19年利润
国航	66.2	796	24	18	27%	123	15%
东航	27.1	686	21	15	57%	85	18%
南航	29.8	1008	30	23	76%	89	25%

资料来源：公司公告，华创证券测算

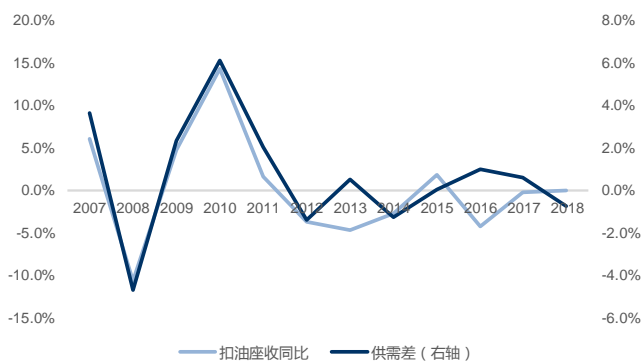
历史弹性看：或超预期

以国航为例，还原扣油座收与供需差表现，我们观察仅 2007 年与 2010 年供需差在接近 4% 或以上，其推动的座收同比在供需差两倍水平。

同时我们观察供需缺口超过 1% 的年份里，其座收与供需差的弹性平均为 1.99 倍水平。

因此一旦旺季出现缺口，其影响或超过我们前述测算。

图表 9 国航扣油座收与供需差



资料来源：Wind，华创证券

图表 10 国航扣油座收与供需差

	供需差 (右轴)	扣油座收同比	倍数	客座率	客座率同比	备注
2007	3.6%	6.1%	1.66	78.6%	2.6%	
2008	-4.7%	-10.6%	2.25	74.9%	-3.6%	
2009	2.4%	4.8%	2.05	76.5%	1.7%	
2010	6.1%	14.3%	2.34	80.0%	3.5%	
2011	2.1%	1.6%	0.77	81.5%	1.4%	
2012	-1.4%	-3.7%	2.69	80.4%	-1.1%	
2013	0.5%	-4.7%	-8.64	80.8%	0.4%	营改增
2014	-1.3%	-2.7%	2.13	79.9%	-0.9%	
2015	0.1%	1.9%	31.25	79.9%	0.0%	
2016	1.0%	-4.2%	-4.09	80.7%	0.8%	
2017	0.6%	-0.2%	-0.41	81.1%	0.5%	补贴口径调整
2018	-0.7%	0.0%	-0.04	80.6%	-0.5%	

资料来源：Wind，华创证券

(二) 六大利好兑现其一，强化其一，持续推荐板块投资机会

六大利好兑现其一，持续推荐航空投资机会。月初我们深度报告《利好在堆积，股价仍滞涨》中分析六大利好在堆积，民航发展基金为其一，现已落地；波音事件作为本轮的最大助攻，正在强化，其余利好仍在持续发酵。

1、外部环境评估：油汇由极端损害转向相对友好

2018 年人民币贬值 5%，油价均价涨幅 28%，因汇兑给三大航带来损失分别为国航 23.8 亿，东航 20.4 亿，南航 17.4 亿元，因燃油成本上升带来三大航分别增加国航 110.7 亿，东航 85 亿及南航 110 亿，两项成本费用对于三大航带来均超 100 亿的利润损失。

2019 年当前人民币走升，而油价同比处于下降，有利油汇环境将切实推动成本减负。因此对于三大航而言，考虑 2018 年征收国内燃油附加费而 2019 年无法征收，则油汇带来边际利润增厚：国航 53（油 25+汇 28）、东航 44（油 20+汇 24）、南航 48（油 26+汇 22）亿元。油汇合计减负堪比 2015 年。

图表 11 油汇边际贡献测算

燃油成本		敏感性: 油价波动10%			影响利润		
亿元	2018E	影响成本	影响利润		当前	中性	悲观
	航油成本				63.8	70	80
国航	385	38.5	-29		33	3	-39
东航	337	33.7	-25		29	3	-34
南航	429	42.9	-32		36	4	-44
国内燃油附加费		2019年预计征收			影响利润		
亿元	2018E	当前	中性	悲观	当前	中性	悲观
	附加费收入	63.8	70	80	63.8	70	80
国航	11.0	-	15	46	-8.25	3	26
东航	11.5	-	16	47	-8.61	3	27
南航	13.9	-	19	58	-10.43	4	33
汇率影响		2018年损失	当前	悲观	当前水平下	中性下	悲观下
不考虑经租并表	汇率敏感性	6.863	6.71	7.00	减少财务费用/利润贡献		
放大敏感性	贬值	5.04%	-2.23%	2.0%			
国航	2.28	-23.8	-5.09	4.5	28.9	23.8	19.3
东航	1.78	-20.4	-3.97	3.5	24.4	20.4	16.9
南航	1.95	-17.4	-4.35	3.9	21.8	17.4	13.5
利润综合影响		当前水平下	中性下	悲观下			
(油、汇)		(64, 6.71)	(70, 6.86)	(80, 7)			
国航		53.3	30.5	6.5			
东航		44.4	26.6	9.4			
南航		47.8	25.2	2.7			

资料来源: 公司公告、华创证券测算

注: 因 2019 年经营租赁进表, 我们此前报告《展望航空股起飞之势》中详细阐述了测算, 此处仅保留结论: 预计影响各公司汇率敏感性为: 波动 1%, 影响国航 2.78-4.97 亿, 南航: 3.6-7.1 亿, 东航: 2.6-3.76 亿元。

边际思维看利润弹性: 即在 2018 年利润基础上 (国航选取扣除一次性收益后的 66 亿净利), 加上油汇的改善, 当前组合 (油价 64 美元, 人民币 6.71), 国航、东航、南航 2019 年可实现利润 120、71 及 82 亿元 (同比增长 81%、164%及 160%);

2、客运价格市场化推进提升公司盈利水平

2018 年 1 月民航局发文推动客运价格市场化, 黄金航线经济舱上限得以在规则内, 每航季上浮不超过 10%, 此举有助于航空公司在供需结构紧张的旺季充分实现航线收益的最大化。

2018 年 4 月中旬开始提价, 黄金航线价格于 6 月中开始调整, 因为依靠价格提升更多体现在 2018 年下半年:

2018 年报表显示: 国内含油客公里收益, 东航、国航、南航分别同比增长 4.1%、2.6%及 1.9%; 上半年为 1.44%、3.39%、持平。下半年表现好于上半年。

从上市公司披露数据看: 国航提价航线 57 条, 带来收益贡献 14 亿, 上半年包括 99 条两舱航线及 22 条国内经济舱价格合计增收 3.56 亿元, 因此我们可以理解为价格市场化政策给国内下半年带来的收入增长至少 11 亿元左右, 国内客运收入 796 亿, 上半年 383 亿, 下半年 413 亿, 占比 2.7%, **即 57 条航线提价推动整体国内收入增长 2.7%, 贡献边际利润 8 亿元左右, 占下半年利润的 22%。**为公司抵御外部风险带来了帮助。

单四季度单季公司含油座收同比提升超过 6%, 更是反应运价提升带来的效果。

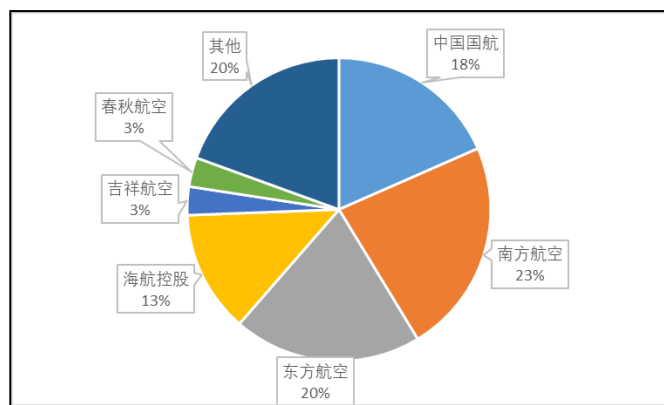
3、超级承运人+超级枢纽机场格局的深化演绎将持续推动盈利能力提升

此前深度中，我们分析美国大航在其枢纽机场市占率的提升推动了价格水平上行，而中美大航的市占率差异就在枢纽机场的份额之差。

美国航司集中度自 08 年金融危机后进入份额提升期，以全部乘客数计，2017 年四大航合计占比 57.3%；仅计算美国承运人，合计占比 66.2%；以 ASM(可用座英里)计，四大航合计占比 49.3%，仅计算美国承运人，合计占比 74.3%。

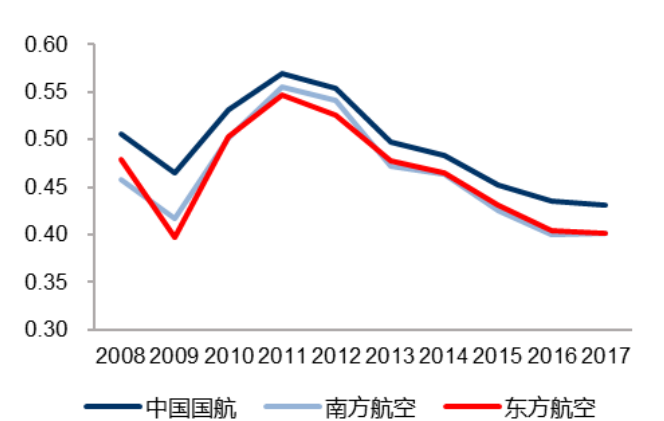
对比中美头部航空份额，差距并不明显，但从收益水平上，美国四大航连年上行，而我国三大航在 2010 年后连跌数年。

图表 12 中国上市航企份额



资料来源: Wind, 华创证券

图表 14 我国三大航客公里收益水平 (元)



资料来源: Wind, 华创证券

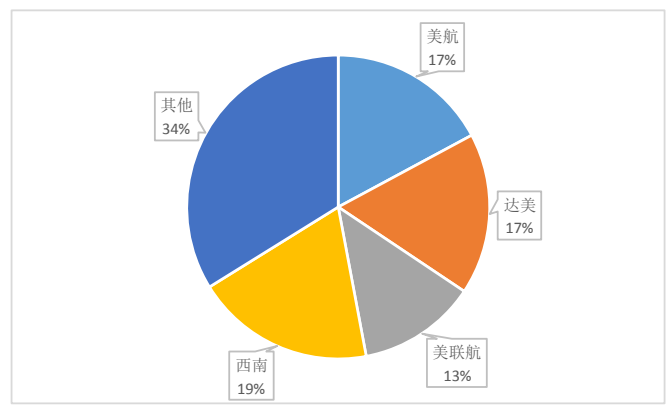
枢纽机场集中度是核心

相比国内航司，美国航司非常强调在大型枢纽的掌控力，市场份额至少都在 50% 以上，一般能达到 60%-70%，以求在高度控制的市场获取超额利润。

例如达美航空在亚特兰大、明尼阿波利斯、盐湖城、底特律四大枢纽占比分别达到 74.8%、53.7%、52.6% 和 50.4%，而对于亚特兰大机场，除达美外，其他航司最多仅占比 10% (美西南)，因此达美在亚特兰大机场拥有绝对掌控力。

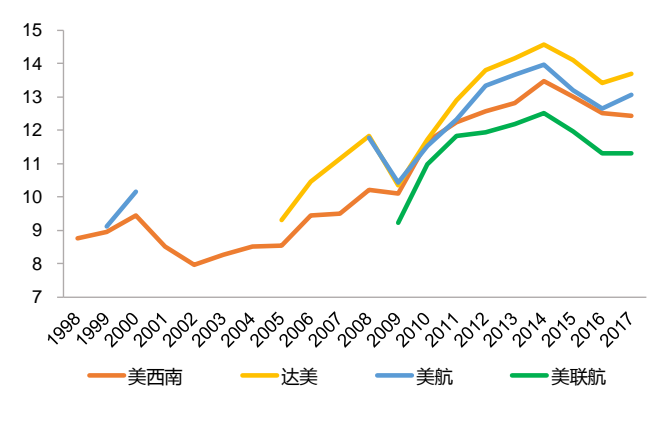
同样美国航空在最大枢纽达拉斯占比 70.26%；美西南在休斯敦占比超过 90%

图表 13 美国四大航份额占比



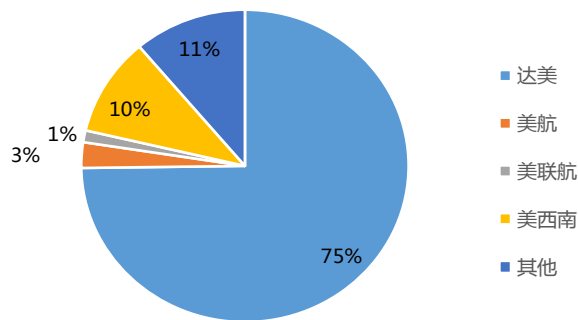
资料来源: Wind, 华创证券

图表 15 美国四大航座英里收益变化(干线口径, 美分)



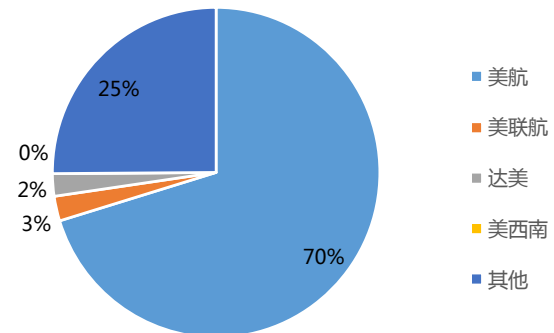
资料来源: Wind, 华创证券

图表 16 亚特兰大机场各航司份额



资料来源: Wind, 华创证券

图表 17 达拉斯机场各航司份额



资料来源: Wind, 华创证券

伴随市场集中度和主要枢纽机场份额提升, 四大航收益水平呈逐年走高趋势, 期间金融危机虽经历波折但此后又呈升势, 近年由于油价下跌, 略有回调, 总体仍处于高位。

自 1990 至 2017 年, 美航、达美、美联航、美西南收益年均复合增速分别为 4.3%、4.5%、3.5%和 3.7%

展望我国前景: 超级承运人+超级枢纽的配置, 将是未来龙头发展方向。

未来我国航空业格局有望复制美国航空业的集中度提高、枢纽机场份额提高, 继而带动票价走高的路径。随着东航与吉祥联手在上海份额超过 50%, 国航在天合联盟搬迁至二机场后将在首都机场份额达到 60-70%左右, 超级承运人+超级枢纽的迹象将显现, 由此或提高航线质量稳定性, 巩固并提高航线收益水平。

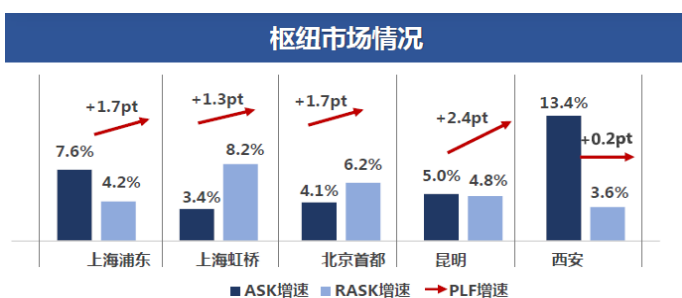
再以东方航空为例: 核心枢纽份额提升也使得客运价格市场化的效果叠加发酵。

2018 年枢纽市场集中度进一步提升: 2018 年上海两场、北京两场、昆明、西安市场份额分别为 41.0%、18.2%、37.4%和 28.5%, 同比提升 0.6pt、0.4pt、0.8pt, 西安持平。

国内市场: 座公里收入增长达到 4.9%。上海浦东、上海虹桥、北京首都、昆明、西安的座收提升分别为 4.2%、8.2%、6.2%、4.8%和 3.6%。

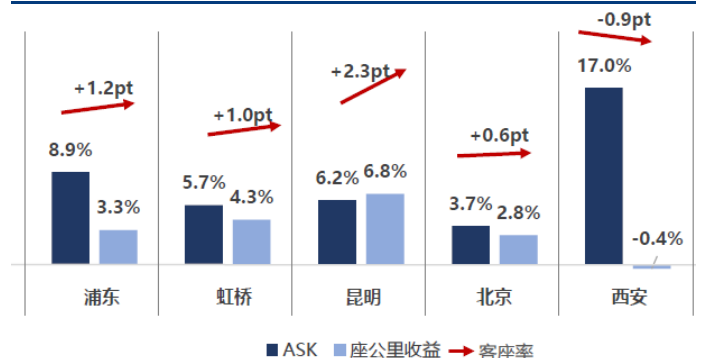
上半年公司座公里收益水平提升幅度整体弱于全年。尤其上海市场中, 虹桥座公里收益上半年提升 4.3%, 全年提升达到 8.2%, 北京市场由 2.8%提升至 6.2%, 西安增长, 昆明增速下降, 整体来看, 核心枢纽份额提升也使得客运价格市场化的效果叠加发酵。

图表 18 东方航空国内枢纽表现 2018 年



资料来源: Wind, 华创证券

图表 19 东方航空国内枢纽表现 18H1



资料来源: Wind, 华创证券

4、潜在利好：辅助收入或实现松绑

目前民航对国内航线增值服务尚未解锁，付费选座等模式未获认可，预计未来将有所松绑，打开航空公司高毛利业务的流量变现。

此前我们在南航深度研究中比较达美航空辅助收入情况：

剔除炼油厂业务，达美航空辅收占比 10.4% 达 42.84 亿美元，相当于人均 150 元，其中常旅客计划 68 元，管理费机上销售等 44 元，行李费 32 元。我国三大航辅助收入占比 2% 左右，人均贡献 20 元。

图表 20 达美辅助收入

辅助业务项目	营收(亿美元)	占总收入比重	人均人民币(总乘客数计)
常旅客计划	19.52	4.70%	68.43
附属业务和精炼厂	14.12	3.40%	49.50
管理费, 俱乐部和机上销售	12.52	3.00%	43.89
行李费	9.08	2.20%	31.83
其他	1.72	0.40%	6.03
合计辅助收入	56.96	13.80%	199.67
剔除附属业务	42.84	10.40%	150.17
营业收入	412.44		1,445.80

资料来源：公司年报，华创证券

我们曾在《航空新时代，航空股正处于业绩与估值双升的战略机遇期》中针对辅助业务进行过阐述，从海外经验来看，全球航空业辅助性业务收入规模增长迅速，来源多元化，辅助收入已成为公司收入的重要构成部分。

相比达美，国内航司辅助业务收入尚处于培养阶段。低成本航空龙头春秋航空较为领先，17 年辅助业务收入 7.9 亿元，同比增长 11.8%，占总收入 7.2%，人均 46 元，与达美等航司差距较大，主要包括机上选座、餐饮、行李额度等产品。而三大航辅助收入普遍仅占比 2% 左右，人均约为 20 元。我们认为随着市场化不断推进，辅助业务将逐步成为航司提供差异化服务、精准营销继而增值变现的有效抓手。

二、一周市场回顾：多主题起舞，交运板块周涨幅 8.5%

本周交运指数上涨 8.5%，跑赢沪深 300 指数 3.6 个百分点。

子行业中，航运（16%）、航空（13%）、物流（11%）涨幅前三。受中美贸易谈判进展影响，航运板块大幅上行，叠加上海自贸扩容，长三角一体化+一带一路主题，上海本地股、物流、港口相关标的亦大幅上涨。

从个股看，飞马国际（46%）、华贸物流（30%）和安通控股（29%）涨幅居前；中原高速（-7%）、深圳机场（-2%）和顺丰控股（-2%）跌幅居前。

图表 21 交运行业周涨跌幅

行业	周涨跌幅	行业	2019 年涨跌幅
沪深 300	4.90%	沪深 300	34.93%
交通运输	8.50%	交通运输	36.15%
航运	15.67%	航运	54.12%
航空运输	12.91%	航空运输	47.42%
物流	10.84%	物流	36.81%
公交	9.38%	公交	35.37%
港口	8.80%	港口	47.45%
铁路运输	3.16%	铁路运输	9.82%
高速公路	2.93%	高速公路	25.75%
机场	0.64%	机场	27.48%

资料来源: wind, 华创证券

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016年加入华创证券研究所。2015年金牛奖交运行业第五名，2017年金牛奖交运行业第五名。

分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

研究员：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

助理研究员：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyong@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500